

## アムンディのマクロ経済、市場見通し(2017/10)

### マクロ経済

- グローバル** 世界の景気は17年に入って加速し、18年も活発さを維持しよう。先進国は特にユーロ圏、日本で潜在成長率を上回り、新興国もブラジル、ロシアなど主要国が景気後退からの脱却を確認しよう。中国経済も強い。内需主導の成長が貿易活発化を通じて景気拡大の相乗効果を発揮し、グローバルな好循環をもたらそう。
- 日本** 17年4-6月期のGDP統計(2次速報)を受け、17年の実質GDP成長率を+1.1%→+1.3%、18年を+1.0%→+0.9%へと修正した(17年上方修正の影響)。+0.5%程度とされる潜在成長率を上回る成長ペースが続き、設備投資が回復しやすい環境となろう。雇用環境の改善は続くものの、賃金の伸びは限定的であろう。
- 米国** ハリケーンの被害は、復興需要も合わせると景気の下押し要因になる公算は小さい。債務上限引き上げ問題は、中間選挙への影響を考えると行政機能をマヒさせるような事態は回避される可能性が高い。また、減税政策も同様の理由から、18年1-3月期までには採決に持ち込まれ、いくらかの減税策が実施されよう。
- ユーロ圏** 個人消費、設備投資などの内需に加え、世界景気の回復から外需も堅調で全方位的な景気回復。政治的リスクの後退も安心感に。実質GDP成長率は17年を+2.0%、18年を+1.7%と予想。ユーロ高の影響を考慮しているものの、歴史的に見てもユーロに割高感はまだなく、景気を押し下げる効果は限定的であろう。
- 英国** EU離脱の交渉は、これまでの英国とEUとの結びつきの強さゆえに不透明感が増している。経済活動の流出による景気減速はまだ過小評価されていると思われ、英ポンドの通貨としての価値の行方も不透明と言えよう。
- 中国** 信用膨張によって、経済成長は高めに推移している。ただし、債務は国内での調達のため、依然管理は可能であり、すぐに経済に悪影響は与えない。当局は徐々に債務を縮減させ、その分成長は小幅に鈍化する方向。

| (%)    | 実質GDP成長率(%) |        |        | インフレ(GPI, 前年比%) |        |        |
|--------|-------------|--------|--------|-----------------|--------|--------|
|        | 16年         | 17年(予) | 18年(予) | 16年             | 17年(予) | 18年(予) |
| 米国     | 1.6         | 2.1    | 2.0    | 1.3             | 2.0    | 2.1    |
| 日本     | 1.0         | 1.3    | 0.9    | -0.1            | 0.4    | 0.8    |
| ユーロ圏   | 1.7         | 2.0    | 1.7    | 0.2             | 1.5    | 1.2    |
| ドイツ    | 1.8         | 2.0    | 1.7    | 0.4             | 1.6    | 1.5    |
| フランス   | 1.2         | 1.6    | 1.5    | 0.3             | 1.0    | 1.1    |
| イタリア   | 0.9         | 1.5    | 1.4    | -0.1            | 1.3    | 1.1    |
| スペイン   | 3.2         | 3.0    | 2.0    | -0.2            | 2.1    | 1.4    |
| 英国     | 1.8         | 1.5    | 1.1    | 0.6             | 2.6    | 2.5    |
| ブラジル   | -3.6        | 0.5    | 1.4    | 8.7             | 4.4    | 5.4    |
| ロシア    | -0.2        | 1.7    | 2.0    | 7.0             | 4.5    | 5.1    |
| インド    | 7.5         | 7.0    | 6.8    | 5.4             | 3.8    | 4.2    |
| インドネシア | 5.0         | 5.2    | 5.2    | 4.5             | 4.5    | 4.5    |
| 中国     | 6.7         | 6.7    | 6.6    | 1.2             | 1.5    | 1.4    |
| トルコ    | 2.9         | 3.4    | 2.5    | 7.8             | 10.1   | 8.9    |
| 先進国    | 1.6         | 2.0    | 1.8    | 0.7             | 1.7    | 1.6    |
| 新興国    | 4.0         | 4.5    | 4.6    | 4.1             | 3.7    | 3.4    |
| 世界     | 3.0         | 3.4    | 3.4    | 2.6             | 2.8    | 2.6    |

出所: Amundi Research

### 主要政策金利

- F E D** FRB(米連邦準備銀行)の保有資産残高圧縮は遅くとも年明け早々には実施。年内利上げの可能性は現時点では半々であるが、緩やかな成長とインフレ率上昇から、先行き1年では2回程度の利上げを予想。
- E C B** 量的緩和の一環であるAPP(資産購入プログラム)を、毎月600億ユーロのペースで17年12月まで継続。年明け後から縮小させよう。利上げは18年中は実施されない公算大。
- 日 銀** コアベースのCPIは依然としてゼロ近傍で推移しており、現行のイールドカーブコントロールと国債買い入れを粘り強く続けよう。保有資産の増加額の明示は今後取り下げる可能性あり。
- B O E** 景気減速が予想され、インフレ率上昇は一時的。中銀は8月公表の四半期インフレレポートで18年後半での利上げを見込んでいるものの、実現には懐疑的。

| (%) | 政策金利         |              |                 |               |                 |
|-----|--------------|--------------|-----------------|---------------|-----------------|
|     | 17年<br>10月6日 | 当社予想<br>6カ月先 | コンセンサス<br>Q1_18 | 当社予想<br>12カ月先 | コンセンサス<br>Q3_18 |
| FRB | 1.25         | 1.50         | 1.60            | 1.75          | 1.90            |
| ECB | 0.00         | 0.00         | 0.00            | 0.00          | 0.00            |
| 日銀  | -0.10        | -0.10        | -0.10           | -0.10         | -0.10           |
| BOE | 0.25         | 0.25         | 0.35            | 0.25          | 0.40            |

出所: Amundi Research、直近値はBloomberg

## 中長期金利

**全体感** 低位なインフレ率が続いていることを背景に、欧米の金融当局による金融政策の正常化が、ごく緩やかなペースにとどまる  
との見方が増大しており、足元では国債への選好が高まっている。しかし、世界的に景気回復が順調なことから、国債利回  
りが低水準でとどまっていることは、逆に国債投資もリスクが高まっているとも考えられる。米国が財政拡張(減税等)を志向  
していることもリスクである。こうした環境下、全般的には社債、新興国国債、ユーロ圏周辺国国債など、より利回りの高い債  
券投資に妙味があると考えられる。ただし、長引く低金利の下で長期間選好されてきたこともあり、割安感が後退していることも  
否めない。市場によって収益性に差があり、投資先を厳選する必要がある。

**イールド** 世界的に順調な景気回復と、今後の欧米の金融政策正常化を考慮すると、現在の債券利回りはやや低すぎると考える。基  
**カ** **ー** **ブ** 本的には、欧米を中心にベア・フラットを見込む。日本は金融政策ほぼ変わらず、動きに乏しい展開か。

| 2年物国債利回り予想 |              |              |                |               |                 |
|------------|--------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (%)        | 17年<br>10月6日 | 当社予想<br>6カ月先 | コンセンサス<br>6カ月先 | 当社予想<br>12カ月先 | コンセンサス<br>12カ月先 |
| 米国         | 1.50         | 1.4/1.6      | 1.64           | 1.8/2.0       | 1.76            |
| ドイツ        | -0.70        | -0.6/-0.4    | -0.60          | -0.4/-0.2     | -0.53           |
| 日本         | -0.14        | -0.2/0.0     | -0.13          | -0.2/0.0      | -0.11           |
| 英国         | 0.43         | 0.0/0.2      | 0.57           | 0.0/0.2       | 0.65            |

  

| 10年物国債利回り予想 |              |              |                |               |                 |
|-------------|--------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (%)         | 17年<br>10月6日 | 当社予想<br>6カ月先 | コンセンサス<br>6カ月先 | 当社予想<br>12カ月先 | コンセンサス<br>12カ月先 |
| 米国          | 2.36         | 2.2/2.4      | 2.41           | 2.4/2.6       | 2.50            |
| ドイツ         | 0.46         | 0.6/0.8      | 0.60           | 0.8/1.0       | 0.73            |
| 日本          | -0.06        | 0.00         | 0.10           | 0.00          | 0.15            |
| 英国          | 1.36         | 1.0/1.2      | 1.52           | 1.0/1.2       | 1.62            |

出所: Amundi Research、直近値は Bloomberg

## 為替相場

**全体感** ユーロが米ドル、英ポンドに対して優位な展開が続こう。18年は新興国通貨も興味深い投資対象と見られる。

**米ドル** 日米の金融政策の方向性の違いと、これを反映して大きく開いた日米金利差が依然としてドルを下支えし、今少しドル高・円  
安の余地があると思われる。一方、年明け後の利上げや、経済政策の実現可能性については不透明感が残り、さらなるドル  
高進行には、好調な景気による市場の政策金利に対する目線の上昇、議会通過可能な減税法案の具体化が待たれる。

**ユ** **ー** **ロ** 足元はやや軟調に推移しているものの、底堅い推移が予想される。景気はドイツをけん引役に引き続き好調で、カタルー  
ニャ州の独立運動は反EUとは性質を異にしているため、他国へ飛び火する可能性は高く、これを原因に売られた部分は早  
晩回復すると見込まれる。年明け後も、相対的な経済情勢の好調さが反映され、堅調に推移しよう。

| 為替相場予想 |              |              |                 |               |                 |
|--------|--------------|--------------|-----------------|---------------|-----------------|
| 対米ドル   | 17年<br>10月6日 | 当社予想<br>6カ月先 | コンセンサス<br>Q1_18 | 当社予想<br>12カ月先 | コンセンサス<br>Q3_18 |
| ユーロ    | 1.1729       | 1.20         | 1.18            | 1.25          | 1.20            |
| 日本円    | 112.63       | 115          | 112             | 115           | 110             |
| 英ポンド   | 1.3066       | 1.26         | 1.30            | 1.32          | 1.30            |
| カナダドル  | 1.2528       | 1.20         | 1.24            | 1.20          | 1.22            |
| 豪ドル    | 0.7766       | 0.72         | 0.78            | 0.70          | 0.79            |
| NZドル   | 0.7097       | 0.70         | 0.72            | 0.70          | 0.73            |

注: ユーロ、英ポンド、豪ドル、NZドルは1対象通貨当たり米ドル表示

出所: Amundi Research、直近値は Bloomberg

## 株式

**全体感** グローバル株式のEPS(一株当たり利益)成長率は、17年は約+10%と、世界同時的な好調が続こう。株価上昇はかなり  
進んでいるが、転換点はまだ先と見ている。地域別の割高・割安に注意を払いつつ、投資妙味のある株式に注目したい。

**欧** **州** 堅調な景気、利益成長、バリュエーション等、企業を取り巻く環境が改善しており、前向きに見ている。足元、日米株に対して  
相対的にパフォーマンスが劣っているが、むしろ割安感が強まっており、投資妙味が増している。

**米** **国** 収益の堅調さを背景に企業投資が拡大し、18年も利益成長は加速し、バリュエーションを押し下げると見込まれる。一方、  
高い成長期待を背景に大幅上昇してきた銘柄もあり、選別色を強める必要も出てきていると思われる

**日** **本** 企業業績は依然良好で、さらに利益の上積みが期待される。衆院選は波乱要因も一時的で、その後は堅調に推移しよう。

**新** **興** **国** 先進国に対してバリュエーションが割安なのは変わらない。株価上昇余地や配当の成長度合い双方で投資妙味がある。

| 株式相場予想 |              |         |        |        |        |
|--------|--------------|---------|--------|--------|--------|
|        | 17年<br>10月6日 | 17年12月末 | 18年3月末 | 18年6月末 | 18年9月末 |
| 日経平均   | 20,691       | 21,000  | 20,300 | 21,200 | 20,800 |
| NYダウ   | 22,774       | 22,600  | 22,700 | 22,900 | 22,600 |
| 独DAX   | 12,956       | 12,900  | 13,000 | 13,280 | 12,900 |

出所: アムンディ・ジャパン、直近値は Bloomberg

※当資料はアムンディ“Cross Asset Investment Strategy 2017/10”などを参考にして、アムンディ・ジャパンが作成したもので

最終ページの「当資料のご利用にあたっての注意事項等」をご覧ください。

## 当資料に関してご留意いただきたい事項

### 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、値動きのある有価証券に投資しますので、基準価額は変動します。当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元金を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。また、投資信託は預貯金とは異なります。

また、投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。お申込みの際は投資信託説明書(交付目論見書)・契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 投資信託に係る費用について

投資信託では、一般的に次の手数料・費用をご負担いただきます。その料率は投資信託によって異なります。さらに、下記以外の手数料・費用をご負担いただく場合、一部の手数料・費用をご負担いただかない場合もあります。詳細は、投資信託説明書(交付目論見書)・契約締結前交付書面をご覧ください。または、販売会社へお問い合わせください(カッコ内には、アムンディ・ジャパン株式会社が設定・運用する公募投資信託のうち、最も高い料率を記載しています。)

投資信託の購入時: 購入時手数料[最高料率3.78%(税込)]

投資信託の換金時: 信託財産留保額[最高料率0.3%]

投資信託の保有時: 運用管理費用(信託報酬)[実質最高料率2.2312%(税込)]、監査費用

運用管理費用(信託報酬)、監査費用は、信託財産の中から日々控除され、間接的に投資者の負担となります。その他に有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用等を間接的にご負担いただきます。また、他の投資信託へ投資する投資信託の場合には、当該投資信託において上記の手数料・費用が掛かることがあります。

※上記の費用の合計額については保有期間等に応じて異なりますので、表示することはできません。

### <ご注意>

上記に記載しているリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、お申込みの際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第350号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、日本証券業協会、

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

### 【当資料のご利用にあたっての注意事項等】

当資料は、アムンディ・ジャパン株式会社(以下、弊社)が投資家の皆さまに情報提供を行う目的で作成したものであり、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料の作成にあたり、弊社は情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載した弊社の見通し、予測、予想、意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また当資料に記載した弊社の見通し等は将来の景気や株価等の動きを保証するものではありません。